

学校编码: 10384

分类号\_\_\_\_\_密级\_\_\_\_\_

学 号: X200128009

UDC\_\_\_\_\_

厦 门 大 学  
硕 士 学 位 论 文

我国货币政策有效性与汇率制度  
的相关性分析

Analysis on Relevance between Effectiveness of Monetary  
Policy and Exchange Rate System in Our Country

操 君

指导教师姓名: 黄 国 聪 副教授

专 业 名 称: 金 融 学

论文提交日期: 2004 年 10 月

论文答辩日期: 2004 年 月

学位授予日期: 2004 年 月

答辩委员会主席: \_\_\_\_\_

评 阅 人: \_\_\_\_\_

2004 年 10 月

## 内容摘要

伴随着我国改革开放的进一步深入，尤其是加入 WTO 以后，金融开放步伐逐渐加快。在这样开放的背景下，中国面临着内外均衡的矛盾，其中体现在货币政策的有效性受到挑战。自 1994 年外汇体制改革以来，我国实现了汇率并轨，实行以市场供求为基础、单一的、有管理的浮动汇率制，实际上是钉住美元汇率制。这种汇率制度的选择在一定程度上成为提高货币政策有效性的障碍和羁绊。本文试图从我国货币政策的有效性和汇率制度的相关性角度来探索实现均衡的方法，一方面提出汇率制度今后的改革方向，另一方面就加强货币政策有效性提出相应的改革思路。

全文共分为两个部分：第一部分为引言；第二部分为正文，共分为四章。

第一章为基本理论部分，从货币政策基本理论入手，阐述在开放的背景下，各国都不得不面临内外均衡矛盾、货币政策的有效性面临挑战，然后就汇率制度与货币政策相关性的有关理论作了相应的介绍。

第二章关于我国汇率制度与货币政策有效性之间关系的分析，得出的结论是，在我国现行的汇率制度下，我国的货币供给内生性增强，制约了货币政策效力的发挥，这在我国进入 1998 年以后尤其明显。

第三章关于我国汇率制度今后面临的选择，分析了人民币汇率制度目前所面临的困境，提出在中国金融进一步开放中，汇率安排应偏向于更有弹性的汇率制度——“汇率目标区”制度是较理想的选择。

第四章是对进一步提高我国货币政策有效性进行了探讨。货币政策体系包括最终目标、中介目标、货币政策工具与传导机制，货币政策有效性的提高是一个整体工程。本章仅从中介目标选择角度来分析如何提高货币政策的有效性。从我国货币政策中介目标选择的历史与现实入手，得出的结论是，我国应放弃货币供应量目标而直接盯住通货膨胀，建立一个通货膨胀目标下的货币政策框架。

本文的创新之处在于：1、在开放的背景下，现行的汇率制度使我国货币政策有效性有所降低；2、我国汇率制度改革方向在近期只能是实行较富有弹性的汇率制——目标区汇率制；3、论证了货币供应量、利率不能作为我国货币政策的中介目标。结合历史与现实，采取通货膨胀目标才是目前最优的选择。

**关键词：**汇率制度；货币政策；有效性

**Abstract**

With the further opening and reform of our country and especially our entry of WTO, the pace for the opening of finance has been quickening. Under such a social background, China is now facing a problem to balance the internal and external, which is embodied by the challenges from the efficiency of the monetary policy. Ever since the foreign exchange system reform was conducted in 1994, we have been conducting a single, managed and floating exchange rate system based on the supply and demand of the market and actually is a fixed USD exchange rate system. The system has to some extent hindered the improvement of the effectiveness of our monetary policy. The dissertation aims at exploring a balanced way from the angle of monetary policy effectiveness and foreign exchange system relativity, which for one hand put forward a guide for the future exchange rate system reform and for the other hand corresponding advice on the reform of strengthening the effectiveness our monetary policy.

The whole dissertation consists of two parts, of which the first one is the preface and the second one body part including four chapters.

Chapter one is the basic theoretical part, which starts with basic theory of monetary policy, elaborates the international problem on the internal and external balance and the challenges from the effectiveness of monetary policy under the background of an opening world. The chapter also introduces relative theories about exchange rate system and monetary policy effectiveness.

Chapter Two is the analysis of the relationship between our national exchange rate system and monetary policy. The conclusion is the reinforcement of currency supply has restricted the performance of the efficiency of the policies under the exchange rate system, which has been more obvious since 1998.

Chapter Three is about the options faced by our exchange rate system. Through the analysis of present problem of the Chinese exchange rate system, more flexible exchange rate system should be adopted in the further opening of Chinese finance and “Exchange Rate Target Zone ” system would be an ideal choice.

Chapter Four is about how to improve the effectiveness of our national monetary policy. Monetary policy system includes ultimate goal, intermediary goal, currency policies means, transmission mechanism and the improvement of currency policy effectiveness is a whole project. The chapter analyzes how to improve the efficiency of currency policies from the angle of choosing intermediary goal. From the historical and present facts about the intermediary goal options of our currency policies, the conclusion reached is that we should quit the goal of currency supply volume and focus on inflation and construct a monetary policy frame under a inflation goal.

The highlights of the dissertation: 1. Under the background of opening society, the present exchange rate system makes the effectiveness of our monetary policy decrease. 2. Our exchange system reform can only be aimed at a more flexible one for the present. 3. Testified that the volume of currency supply and interest rate can not be our intermediary goals in our monetary policy. A inflation goal is the best option for the present.

**Key Words:** Exchange rate system; Monetary policy; Effectiveness.

## 目 录

引 言 .....	1
第一章 货币政策与内外部均衡 .....	3
第一节 货币政策基本理论要义 .....	3
第二节 内外部均衡问题 .....	7
第三节 开放经济条件下货币政策有效性面临挑战 .....	9
第四节 汇率制度与货币供应量之间关系的理论分析 .....	12
第二章 我国汇率制度与货币政策有效性之间关系的分析 .....	19
第一节 我国汇率制度的发展历程 .....	19
第二节 1994 年以后我国货币政策效应分析 .....	20
第三节 我国的汇率制度与货币供应量之间关系的分析 .....	23
第三章 我国汇率制度的选择 .....	34
第一节 有关汇率制度选择的文献综述 .....	34
第二节 人民币汇率制度的现状 .....	39
第三节 开放经济下人民币汇率制度的选择 .....	40
第四章 我国货币政策有效性的进一步提高 .....	45
第一节 我国现行的货币政策中介目标 .....	45
第二节 中国货币政策中介目标的理性选择 .....	50
参考文献 .....	53

## Contents

<b>Preface .....</b>	<b>1</b>
<b>Chapter One The internal and external of monetary policy .....</b>	<b>3</b>
1. Gist of the basic theory on monetary policy .....	3
2. Balance between the internal and external.....	7
3. Challenges faced by the effectiveness of monetary policy in open economy .....	9
4. Analysis on the relationship between exchange rate and currency supply volume.....	12
<b>Chapter Two Analysis of the relationship between our national exchange rate and the effectiveness of monetary policy .....</b>	<b>19</b>
1. The development of our national exchange rate system.....	19
2. Analysis on the effectiveness of our national monetary policies since 1994 .....	20
3. Analysis on the relationship between our exchange rate system and currency supply volume .....	23
<b>Chapter Three Options faced by our national exchange rate .....</b>	<b>34</b>
1. General review of the documents on exchange rate system options .....	34
2. Current situation of the Chinese exchange rate .....	39
3. Options for Chinese exchange rate system in open economy .....	40
<b>Chapter Four Further improve the effectiveness of Chinese monetary policy .....</b>	<b>45</b>
1. Intermediary goal of our current monetary policy .....	45
2. Rational options for the intermediary goal of our monetary policy .....	50
<b>Bibliography.....</b>	<b>53</b>

厦门大学博硕士论文摘要库



## 引 言

一国在宏观经济管理中欲实现四大目标：经济增长、充分就业、物价稳定和国际收支平衡。概括言之，就是实现内外均衡。而内外均衡的实现，通常是借助于内外政策的适当搭配来实现的。随着我国经济货币化程度显著提高，金融运行对经济运行的影响作用明显加强，货币政策在我国宏观政策中的地位急剧上升，但是由于受到一系列因素的制约，货币政策不能达到预定的政策目标，形成货币政策的低有效性。1996 年以来货币政策的实践就充分证明这一点。1996 年我国成功实现了经济的软着陆，控制住通货膨胀。这之后，物价水平出现了持续近 30 个月的下跌，为此央行采取了一系列扩张性货币政策，但是从最后的宏观经济指标看，效果并不是很明显。如何提高货币政策的有效性，已经成为当前我国金融界面临的十分主要的现实问题和理论问题。而另一方面，随着国民经济进一步开放，资本项目管理也将走向自由化，现行汇率制度的缺陷表现得越发明显与突出。这种汇率制度的选择在一定程度上成为提高货币政策有效性的障碍和羁绊。

在当前专门分析我国货币政策有效性或汇率制度选择的文献较多，但将两者结合起来进行分析，并不多见。本文从这一角度出发，力图从两者的相关性分析中来探索出实现内外均衡的一条道路。

文章正文共分为四章：

第一章为基本理论部分，从货币政策基本理论入手，阐述在开放的背景下，各国都不得不面临内外均衡矛盾、货币政策的有效性面临挑战，然后就汇率制度与货币政策相关性的有关理论作了相应的介绍。

第二章关于我国汇率制度与货币政策有效性之间关系的分析，得出的结论是，在我国现行的汇率制度下，我国的货币供给内生性增强，制约了政策效力的发挥，这在我国进入 1998 年以后尤其明显。

第三章关于我国汇率制度今后面临的选择，分析了人民币汇率制度目前所面临的困境，提出在中国金融进一步开放中，汇率安排应偏向于更有弹性的汇率制度——“汇率目标区”制度是较理想的选择。

第四章是对进一步提高我国货币政策有效性进行了探讨。货币政策体系包括最终目标、中介目标、货币政策工具与传导机制，货币政策有效性的提高是一个整体工程。本章仅从中介目标选择角度来分析如何提高货币政策的有效性。从我国货币政策中介目标选择的历史与现实入手，得出的结论是，我国应放弃货币供应量目标而直接盯住通货膨胀，建立一个通货膨胀目标下的货币政策框架。

在研究分析中，将理论和实践结合起来，是本文强调的基本方法。货币政策有效性和汇率制度选择问题首先是一个理论问题，同时也是一个实践问题。在研究中，首先从理论角度把握所分析的问题，并在此基础上对两者进行实际考察，最后得出相应的结论。

本文的核心论点在于：随着中国金融的进一步开放，汇率制度与货币政策的相关性在逐渐加强或者说现行的汇率制度成为提高货币政策有效性的障碍，所以需要重新来审视与探讨如何对汇率制度进行相应的改革，另一方面主要是从货币政策中介指标的选择角度对如何提高其有效性提出了相应的改革方案。

本文的创新之处在于：1、在开放的背景下，现行的汇率制度使我国货币政策有效性有所降低；2、我国汇率制度改革方向在近期只能是实行较富有弹性的汇率制——目标区汇率制；3、论证了货币供应量、利率不能作为我国货币政策的中介目标。结合历史与现实，采取通货膨胀目标才是目前最优的选择。

由于本人才疏学浅，在研究方法、结构安排和某些论点甚至所采用的资料上肯定存在不少疏漏和错误，在此恳请各位老师指正。

## 第一章 货币政策与内外部均衡

### 第一节 货币政策基本理论要义<sup>①</sup>

根据广为接受的定义，货币政策是指中央银行为实现特定的经济目标而采用的各种控制和调节货币、信用及利率等变量的方针和措施的总称。一个完整的货币政策体系包括货币政策目标体系、货币政策工具体系、货币政策作用的传导以及具体执行所达到的政策效果。货币政策实施的过程，就是货币当局在特定的经济金融环境，选择运用适当的政策工具和政策手段，通过不同的传导机制和传导渠道，来影响经济运行、实现预期目标的过程。从现实的货币政策实践效果看，货币政策的预定目标与实际执行效果之间常常存在一定的偏差，这样货币政策的有效性就成为一个现实的问题。

#### 一、货币政策目标

##### 1、货币政策的最终目标

最终目标是指货币政策在一段较长的时期所要达到的目标。从各国的情况来看，货币政策最终目标虽然不尽一致，但都大同小异。概括地讲，各国货币政策所追求的最终目标主要有四个：稳定物价、充分就业、经济增长及国际收支平衡。

##### （1）稳定物价

稳定物价通常是指设法促使一般物价水平在短期内不发生显著的波动，以维持国内币值的稳定。鉴于通货膨胀对资源配置效率、财富分配及稳定的预期等方面的负面影响，各国一般都把反通货膨胀、稳定物价作为货币政策的首要目标。尽管在物价波动的容许幅度上不同的经济理论相互

<sup>①</sup> 本节主要参考了易纲、吴有昌.《货币银行学》，上海人民出版社，1999.

之间还存在着争议，但从各国货币政策的实际操作来看，中央银行大都比较保守，一般要求物价上涨率必须控制在 2%—3% 以内。

## （2）充分就业

所谓充分就业是指劳动市场的均衡状态。劳动市场处于均衡状态时的失业率称为自然失业率，当失业率等于自然失业率时即称实现了充分就业。但长期以来人们在对自然失业率的衡量及估计上存在着分歧。从理论上讲，自然失业率应该等于事实上的工资膨胀率和预期工资膨胀率相等时的失业率，但是预期工资膨胀率无法测定，所以人们通常用平均失业率来估计自然失业率。从各国的实践情况来看，对自然失业率的标准也是灵活掌握的，1978 年《美国就业法》规定失业率不超过 4% 即为充分就业。

## （3）经济增长

关于经济增长，经济学界至少有理解。一种观点认为，经济增长指国民生产总值的增加，即一国在一定时期内所生产的商品和劳务总量的增加，或是人均国民生产的增加。另一种观点认为，经济增长是指一国生产商品和劳务能力的增长。同前一种观点相比，后一种观点更强调增长的动态效率。货币政策能在多大程度上影响增长一直存在着激烈的争论，一般认为，货币政策只能以其所能控制的货币政策工具，通过创造和维持一个适宜于经济增长的货币金融环境，促进经济增长。

## （4）国际收支平衡

国际收支平衡是指一国对外收支款项的平衡，即一国对外自主性交易的借贷双方相等。在开放经济的条件下，一国的国内货币流通状况是与一国的对外货币收支联系在一起的。无论国际收支是逆差还是顺差，总要对一国国内货币流通状况产生影响。因此，一国在制定货币政策时，为了在制定货币政策时，为了与国内经济目标相协调，必须考虑各种对外收支因素。

实际上，货币政策存在多个目标时，多个目标之间的相互关系是非常

复杂的。有些目标有其一致性，如经济增长与充分就业；有些目标往往存在冲突，在实行过程中是“鱼和熊掌不可兼得”，如稳定币值与充分就业。纵观货币政策发展史，稳定币值一直在货币政策目标中占有主导地位，认为维持币值稳定就能够创造出有利于经济稳定的好环境。

## 2、货币政策中介目标

所谓货币政策中介目标，是从属于货币政策的最终目标，能够准确地观测度量并能体现货币政策要求进行金融调节的指标。货币政策中介目标不仅要能够影响货币政策的最终目标，而且要能够被中央银行通过适当的货币政策工具进行有效的调节，就是说，中介目标与最终目标存在着因果变动联系，是货币政策工具和货币政策最终目标之间的一座桥梁，其变动必然会影响到经济增长率和通货膨胀率的相应变动。

由于金融体系和制度安排上的差异，世界各国在目前采用的货币政策中介目标还是不尽相同的。在货币政策中介目标上是采用货币供应量还是采用利率，在理论界也是有争议的<sup>①</sup>。

凯恩斯学派主张把利率作为中介目标，其理由是：可控性强——中央银行可以直接控制再贴现率，通过再贴现政策和公开市场业务能调节市场利率走向；可测性强——中央银行在任何时候能观察到市场利率的水平及结构，货币当局能够通过利率影响消费和支出，从而调节总需求。

货币学派认为利率在货币传导机制中不起重要作用，认为货币供应量形成社会购买力，代表着社会总需求，中央银行可以通过调节货币供应量来影响社会总需求，难度在于以哪种口径的货币供应量作为中介目标。于是，便力求通过对货币供应量进行层次上的划分来解决这个问题。

美国、英国等一些少数市场开放程度高、本币使用范围广、利率和汇率之间变动联系密切的国家使用的是利率，我国和大多数国家则使用货币供应量。

---

<sup>①</sup> 李健：《现代西方货币金融学说》，中央广播电视大学出版社，2001年版，第246—252页。

## 二、货币政策工具

一般性货币政策工具主要有三个：法定存款准备金制度、再贴现窗口及公开市场操作。除此之外还有若干选择性政策工具及其他政策工具，如：消费者信用控制、证券市场信用控制、不动产信用控制、直接信用控制、间接信用指导。

## 三、货币政策传导机制

货币政策是重要的宏观经济政策。货币政策究竟是通过哪种渠道、怎样作用于经济的、效果如何，经济学家的看法是很不相同的<sup>①</sup>。

凯恩斯学派认为货币供应  $M$  影响利率，利率影响投资支出，投资支出影响国民生产总值  $Y$ ；

凯恩斯理论强调的是利率变动对于投资需求的影响，认为货币资产的变动经过利率与相对收益率的变动会影响到实物资产。而货币学派则认为，中央银行通过调整货币供应量能够影响到一系列的资产、利率和支出。货币学派并没有描述货币供应影响总支出的具体途径。

凯恩斯学派的结构模型可以使人们更清楚地了解到  $M$  与  $Y$  的关系，了解到经济是如何运行的；货币学派的简化模式不强调或没有限制货币政策通过什么途径来影响经济，而注重于观察  $Y$  的变动是否与  $M$  的变动高度相关。货币学派坚信，货币影响经济的途径是多种多样和不断变化的，“要想认识到货币政策的全部传导机制实在太困难”。在某种意义上说，货币学派谴责凯恩斯学派一叶障目，因而无法充分认识到货币政策的重要性。

随着凯恩斯主义和货币主义在传导机制问题上的争论不断深入，许多凯恩斯经济学家开始探索货币影响经济活动的新途径，这些传导机制大多数已纳入佛朗哥-莫迪格利亚尼的  $MPS$  模型中。 $MPS$  模型可归为两类：一类通过投资支出作用；一类通过消费者支出起作用。

---

<sup>①</sup> 李健：《现代西方货币金融学说》，中央广播电视大学出版社，2001，年版，第 46—55 页

货币政策影响投资支出通常有两条渠道：

第一、贷款定额分配。经济学家认识到，利率不能完全代表投资支出的筹资成本。当采用限制性货币政策时，银行可能对其客户进行限额贷款，而不使这些贷款的利率上升，却使投资支出下降。

第二、股票的市场价值。货币供给的增加会引起货币利率的下降，使公众的资产偏好转向真实资本的证券市场，引起真实资产的市场价格上涨，从而刺激投资的扩大，最终导致收入的增加。反之亦然。

货币政策影响投资，同样也影响消费，货币政策影响消费者之处的渠道通常也有两条：

第一、财富效应。消费者的消费支出取决于消费者毕生的资财，而不仅仅是当期的收入。消费者毕生资财的重要组成部分是金融财富，而金融财富的主要组成内容是普通股。因此，当股票价格上升时，金融财富的值就会增大，消费者的毕生资财就会增加，消费就会随之增加。反之亦然。

第二、流动性效应。股票市场对消费者支出也有影响。家庭分配他们的财富，希望拥有耐用消费品与拥有金融资产所获得的边际收益相等。显然，在遇到财务困难的情况下，人们愿意持有金融资产。如果财务上的困难可能增大，消费者的耐用消费品支出就会减少；如果财务上的困难将会减少，消费者的耐用消费品支出就会加大。很明显，消费者对是否会遭受财务困难可能性的估计，对其将持有何种资产从而对其支出有重大影响。

总之，无论是凯恩斯主义抑或是货币主义的传导机制，抑或是其他的传导机制，货币政策总是要通过变化货币量或利率来影响或作用于经济过程的，而且这是一个多渠道的多效应的各种因素相互交织影响的复杂过程。

## 第二节 内外部均衡问题

如前所述，一般而言开放经济的宏观经济目标包括内部均衡和外部均衡两个方面。内部均衡是指一国国内充分就业、经济增长和物价稳定的局

面，外部均衡是指一国的国际收支平衡。如果一国同时达到内外部均衡，经济就处于全面均衡状态，即最适宜的发展状态。

最早提出开放经济下内外均衡矛盾的是英国经济学家詹姆斯-米德。米德在其名著《国际经济政策理论》中，对开放经济条件下内外均衡矛盾进行了研究。他指出当一个国家处于国内萧条及国际收支逆差时，稳定国民收入的膨胀性政策将会使国际收支失衡加剧，而恢复国际收支平衡的紧缩性政策又会加剧国民收入的萎缩，因此，政府在选择应当采取何种宏观政策时面临着难以回避的难题，这就是著名的“米德冲突”。

在后来，有很多经济学家对内外均衡问题进行了深入的研究。荷兰经济学家丁伯根论证了政府目标和手段之间的关系，即为达到一个经济目标，政府至少要运用一种有效的政策；为达到几个经济目标，政府至少要用几种独立有效的政策，总之，工具的数目要与目标的数目一样多，要充分实现多少种政策目标，就要有多少种不同的政策工具，这就是所谓的“丁伯根法则”。美国经济学家蒙代尔进一步分析了政策目标和政策工具之间的关系，提出了根据不同政策工具的比较优势原理，将财政政策分配给一国内部均衡，将货币政策分配给一国外部均衡，其原因是因为货币政策能够有效地影响利率水平，在资本充分流动的条件下，能有效影响国际收支，这一理论被称之为“蒙代尔指派法则”。后来，蒙代尔和经济学家弗莱明构建了固定汇率制下的蒙代尔-弗莱明模型，把政策搭配的分析纳入到宏观经济总供给总需求的分析框架之中，研究了汇率制度、资本流动性、货币政策、财政政策之间的关系。另外，斯旺和索尔特也提出了支出增减政策和支出转换政策来实现内外部均衡的模型。

70 年代以后，布雷顿森林体系崩溃，各国普遍实行了浮动汇率制，这样外部均衡的目标就从维护国际收支的平衡演变成保持汇率水平的稳定。而且在国际经济相互依存的经济环境下，政策目标的冲突不仅表现在一国内外均衡的矛盾上，还表现在各国宏观经济政策的相互冲突上，这样各国



Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库